

PENGARUH KINERJA KEUANGAN TERHADAP HARGA SAHAM PERUSAHAAN PERTAMBANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2011-2015

Mochamad Nadief Kaelani

enkaelani@yahoo.com

Arifin Sigian

ABSTRACT

The objective of the research is to analyze the influence of financial performance to share price of mining companies listed at Indonesian Capital Market during 2011-2015.

The method used in the research is descriptive method analysis with quantitative approach. The technique used to select samples was purposive sampling, derived from 8 mining companies. The data were analyzed using panel data analysis in the form of random effect regression.

The result of the study indicates that partially the Return on Equity (ROE) and Return on Assets (ROA) have positive and significant influence to Share Price of mining companies during 2011-2015 at $\alpha=0.10$ and $\alpha=0.05$. The other variables, Debt to Equity Ratio (DER) and Book Value per Share (BVPS), are not significantly influence to Share Price of mining companies during 2011-2015 at $\alpha=0.05$. Simultaneously, all variables (ROE, ROA, DER, and BVPS) have positive and significant influence to Share Price of mining companies during 2011-2015 at $\alpha=0.05$. The determination coefficient (R^2) in this study was 0.85209 which imply that the ability of independent variables in explaining the variation of dependent variable was 85,20%; while the remaining 14,80% was explained by other independent variables outside the model.

Keywords: *Financial performance, Share price, Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA), Debt to Equity Ratio (DER) dan Book Value per Share (BVPS)*

Pendahuluan

Pasar modal Indonesia telah berkembang dengan pesat sehingga mendapat julukan *emerging market*, suatu sebutan yang juga diberikan kepada KOSPI Korea Selatan, ISE National 100 Index Turkey, dan BOVESPA Index Brazil. Suatu sebutan yang layak mengingat kinerja pasar modal Indonesia yang sangat hebat.

Menurut Ketua Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Muliaman Hadad, pasar modal Indonesia menempati posisi nomor dua tertinggi di kawasan Asean setelah Thailand. Dalam 10 tahun terakhir, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia (BEI) mampu melesat 317% atau tumbuh rata-rata 22% per tahun. Maka, Direktur Utama BEI, Tito Sulistio, pada malam penganugerahan *Best Listed Companies* 2016, menyatakan bahwa BEI adalah bursa yang memberikan *return* terbesar sedunia selama sepuluh tahun terakhir.

Meski performa bursa saham dalam 10 tahun terakhir fluktuatif, tetapi tetap dalam tren meningkat, jika diukur dari posisi IHSG. Pada tahun 2005 misalnya, IHSG masih berada di posisi 1.162,6, lalu merangkak naik ke level 2.745,8 di tahun 2007. Namun karena krisis ekonomi global merebak pada tahun 2008, IHSG terkoreksi ke posisi 1.355,4 poin. Tahun berikutnya pasar saham kembali bergairah, sehingga dari tahun ke tahun naik secara konsisten, hingga akhirnya mencapai level 5.225 pada tahun 2014. Tahun 2015, IHSG sempat melesat hingga menembus posisi 5.522, tetapi karena krisis ekonomi global cenderung menguatirkan, IHSG akhirnya kembali melorot dan ditutup pada posisi 4.593 (Majalah Investor Edisi Mei 2016:74-75).

Selama 10 tahun yang sama, ekonomi Indonesia juga cenderung fluktuatif seperti terlihat pada Tabel di bawah. Dari tabel dapat dilihat ada korelasi pertumbuhan IHSG dengan pertumbuhan ekonomi. Jika ekonomi tumbuh, IHSG juga cenderung naik, dan sebaliknya. Pertumbuhan IHSG juga ditopang dengan pertumbuhan transaksi harian bursa yang terus meningkat hingga mencapai Rp.5 s.d. Rp.6 triliun per hari.

Tabel.1 Pertumbuhan Ekonomi, IHSG, Emiten dan Transaksi Harian

TAHUN	JUMLAH EMITEN	IHSG	PERTUMBUHAN (%)		Transaksi Harian (M rp)
			IHSG	EKONOMI	
2009	398	2,534.4	86.98	4.58	4,046
2010	420	3,703.5	46.13	6.10	4,801
2011	440	3,821.9	3.20	6.50	4,953
2012	459	4,316.7	12.94	6.23	4,537
2013	483	4,274.2	-0.98	5.58	6,238
2014	506	5,226.9	22.29	5.02	6,006
2015	521	4,593.0	-12.13	5.04	5,764

Sumber: Majalah Investor Edisi Mei 2016

Tabel 1. di atas memperlihatkan jumlah emiten di pasar modal yang masih sangat sedikit. Per 30 Desember 2015 baru mencapai 521 emiten. Demikian juga dengan data dari jumlah investornya, per 31 Desember 2015 baru 433.607 investor. Atau, hanya 0,18% dari penduduk Indonesia yang sudah mencapai 240 juta jiwa.

Banyak pihak optimis pasar modal Indonesia akan berkembang pesat di masa mendatang, utamanya karena fundamental ekonomi Indonesia yang relatif kuat, stabil dan telah terbukti mampu bertahan baik dalam menghadapi krisis finansial Asia 1997/1998 (di Indonesia lebih dikenal sebagai Krismon) maupun krisis finansial global 2008. Optimisme tersebut juga terkait dengan masih relatif sedikitnya jumlah emiten dan jumlah investor di bursa saham Indonesia.

Pada dasarnya, investor melakukan investasi pada saham dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan, baik dalam bentuk dividen atau *capital gain* (selisih harga beli dan harga dijual saham), atau dari keduanya. Seperti halnya investasi di bidang lain, investasi pada saham juga mengandung risiko kerugian. Ada 5 jenis kerugian yang bisa menimpa investor, yaitu: (1) *capital loss*, yaitu kerugian dari penjualan saham karena harga jualnya lebih rendah dari harga beli (lawan dari *capital gain*), (2) kerugian karena tidak menerima dividen, misalnya karena perusahaan yang sahamnya dibeli mengalami kerugian atau keuntungannya relatif kecil untuk bisa dibagikan dalam bentuk dividen, (3) perusahaan yang sahamnya dibeli bangkrut dan dilikuidasi sehingga sahamnya tidak bernilai, (4) saham perusahaan di-*delisting* atau dikeluarkan dari pencatatan di bursa, misalnya karena kinerjanya buruk dalam kurun waktu tertentu, dan (5) saham di-*suspend* atau dihentikan perdagangannya oleh otoritas (Mangasa Simatupang, 2010:47). Oleh karena itu, investor harus hati-hati dalam memilih saham yang akan dibelinya.

Investor yang ingin berinvestasi di saham memang harus mempunyai pengetahuan yang cukup lengkap. Selain mengerti mekanisme kerja pasar modal, dia juga harus bisa membaca laporan keuangan, mampu melakukan analisis kinerja keuangan dengan menggunakan rasio-rasio keuangan, memahami teori investasi, serta rajin mengikuti perkembangan ekonomi domestik dan global. Persyaratan yang cukup berat ini diduga yang menjadi penyebab masih sedikitnya jumlah investor di BEI.

Melalui penelitian ini penulis ingin mengetahui apakah investor di BEI yang jumlahnya masih relatif sedikit itu mengambil keputusan investasinya secara rasional. Artinya, sebelum membeli saham, investor lebih dahulu mempelajari antara lain kinerja keuangan dari perusahaan emitennya. Oleh karena itu, penelitian ini dirancang untuk menganalisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan emiten terhadap harga saham. Agar obyektif, kinerja keuangan yang dipilih untuk diriset akan ditentukan dari turunan *Dividend Discount Models* (DDM), yaitu terdiri dari *ROE*, *ROA*, *DER*, dan *BVPS*.

Penelitian terdahulu yang dilakukan Sri Utama (2015), Jonnar Situmorang (2015), Egi Ferdianto (2014), Leo Chandra (2013), Sri Zuliarni (2012) dan Aditya, dkk. (2008) menunjukkan bahwa secara parsial hanya kinerja keuangan *ROA* yang berpengaruh signifikan terhadap harga saham pertambangan. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Sri Utami (2015), Jonnar Situmorang (2015), Dea Az Zahra (2014), Egi Ferdianto (2014), Yulianto Hamid (2014), Leo Chandra (2013), Sri Zuliarni (2012), dan Aditya, dkk. (2008), juga menunjukkan bahwa semua kinerja keuangan (*ROE*, *ROA*, *DER*, dan *BVPS*) secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Penelitian ini ingin membuktikan apakah kesimpulan penelitian tersebut masih valid untuk periode yang lebih mutakhir (2011-2015).

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas, penulis membuat rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah *Return on Equity (ROE)* memengaruhi pergerakan harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015?
2. Apakah *Return on Assets (ROA)* memengaruhi pergerakan harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015?
3. Apakah *Debt Equity Ratio (DER)* memengaruhi pergerakan harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015?
4. Apakah *Book Value per Share (BVPS)* memengaruhi pergerakan harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015?
5. Apakah *ROE, ROA, DER, dan BVPS* secara bersama-sama (simultan) memengaruhi pergerakan harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015?

Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang, perumusan masalah, dan ruang lingkup penelitian di atas, maka tujuan penelitian dari riset ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis seberapa besar pengaruh *Return on Equity (ROE)* terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.
2. Untuk menganalisis seberapa besar pengaruh *Return on Assets (ROA)* terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.
3. Untuk menganalisis seberapa besar pengaruh *Debt Equity Ratio (DER)* terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.
4. Untuk menganalisis seberapa besar pengaruh *Book Value per Share (BVPS)* terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.
5. Untuk menganalisis seberapa besar pengaruh *ROE, ROA, DER, dan BVPS* secara bersama-sama (simultan) terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.

Pasar Modal

Pasar Modal Indonesia didirikan berdasarkan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal. Pengertian pasar modal, menurut pasal 1 butir 13, adalah sebagai berikut: "Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek." Lasher menjelaskan bahwa pasar modal (*capital market*) adalah suatu pasar keuangan dimana utang jangka panjang (sedikitnya satu tahun) dan saham-saham diperdagangkan (1997:590). Atau, merupakan sarana atau wadah untuk mempertemukan antara penjual dan pembeli instrumen keuangan dalam rangka investasi (Nor Hadi,2015:14).

Dari pengertian pasar modal di atas dapat disimpulkan bahwa pasar modal adalah sarana atau wadah untuk mempertemukan antara penjual dan pembeli instrumen keuangan (Efek) dalam rangka investasi, baik yang berupa utang jangka panjang (sedikitnya satu tahun) maupun saham-saham, termasuk di dalamnya perusahaan emiten serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.

Tujuan dari pasar modal (*capital market*), menurut Van Horn, adalah untuk mengalokasikan tabungan secara efisien dalam suatu ekonomi, dari *ultimate savers* kepada *ultimate users* (995:4).

Mengenai manfaat pasar modal adalah (Nor Hadi,2015:20):

1. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal
2. Alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dengan risiko yang bisa diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas, dan diversifikasi investasi.
3. Memberi kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek, keterbukaan dan profesionalisme, menciptakan iklim berusaha yang sehat.
4. Menciptakan lapangan kerja/profesi yang menarik.
5. Memberikan akses kontrol sosial,
6. Menyediakan *leading indicator* bagi *trend* ekonomi negara.

Saham Sebagai Instrumen Investasi

Saham adalah sebuah instrumen investasi yang paling atraktif setelah deposito, obligasi, properti dan emas. Setidaknya, dilihat dari volume transaksi perdagangan yang terus meningkat dari waktu ke waktu (Benni Sinaga,2010:2). Saham adalah suatu aset keuangan yang merepresentasikan suatu bagian dari kepemilikan atas suatu perusahaan terbatas. Hak pemilik atas dividen yang dibayarkan (Lasher,1997:597). Menurut Noor Hadi, saham sebagai surat berharga, berarti saham memiliki nilai dan dapat diperjualbelikan (2015:20). Sedangkan menurut Mangasa Simatupang, saham adalah surat berharga yang menunjukkan adanya kepemilikan seseorang atau badan hukum terhadap perusahaan penerbit saham (2010:19).

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa saham adalah surat berharga yang merepresentasikan suatu bagian dari kepemilikan atas suatu perusahaan terbatas, memiliki nilai dan karenanya dapat diperjual belikan.

Harga Saham.

Harga saham di pasar dipengaruhi oleh banyak faktor internal maupun eksternal perusahaan. Faktor internal yang mempengaruhi harga saham yang dibahas dalam uraian di bawah ini antara lain terkait dengan pembagian dividen, tingkat kembalikan (*return*) dan risiko. Faktor eksternal yang mempengaruhi harga saham sangat banyak, mulai dari tingkat inflasi, suku bunga, sampai kepada isu politik dan *rumors*, sehingga tidak dibahas dalam tesis ini.

a. Zero growth model dan signalling theory

Zero growth model atau investor menyebutnya model tidak bertumbuh merupakan kondisi yang harus dicermati dengan hati-hati oleh investor karena naik, turun dan konstannya harga saham di pasar (*market*) akan memberikan sinyal (*signal*) positif dan negatif. Artinya, jika harga suatu saham naik memberi sinyal “jual”, jika turun memberi sinyal “beli” dan jika harga “konstan” memberi sinyal “jual” atau “*wait and see*” (Lasher,1997:210).

Rumus *zero growth model* sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{D}{(1+k)^1} + \frac{D}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D}{(1+k)^\infty}$$

Disederhanakan menjadi:

$$P_0 = \frac{D}{K}$$

b. Gordon growth model

Jika *Zero growth model* mengasumsikan pertumbuhan dividen adalah nol, Myron J. Gordon mengembangkan suatu formula yang dikenal dengan *constant growth model*, yang mengoreksi metode *zero growth* dengan memasukkan faktor pertumbuhan dividen untuk menghitung kinerja suatu saham. Rumusnya *Gordon Growth Model* sebagai berikut (Irahm Fahmi,2015:296):

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

Di mana:

P_0 = Nilai dari saham biasa

D_1 = pendapatan dividen dalam satu tahun

r = *rate of return* (tingkat kembalikan) yang diinginkan

g = *growth* yang ditaksir selamanya konstan

c. Price earning ratio (PER)

Pembahasan mengenai harga saham harus juga membahas *Price Earning Ratio (PER)*. Menurut Nor Hadi (2015:136) mengutip pendapat Suad Husnan (2000), *PER* merupakan rasio pasar yang mengindikasikan penghargaan investor terhadap kinerja keuangan yang ditunjukkan dalam *Earning per Share (EPS)*. Hal ini sejalan dengan kaidah teori *signalling*, bahwa investor akan tersignal oleh *EPS* yang dicapai perusahaan. Rumus menghitung *PER* adalah sebagai berikut:

$$PER = \frac{P_s}{EPS}$$

Di mana :

PER = Price Earning Ratio

P_s = Market Price of Securities

EPS = Earing per Share

Makin tinggi PER , semakin mahal harga saham terhadap pendapatan bersih saham tersebut. Misalnya, nilai PER saham 5x, berarti harga saham tersebut sebesar 5 kali dari pendapatan bersih per saham (EPS). Semakin kecil PER semakin bagus karena berarti harga saham tersebut relatif murah. PER suatu saham umumnya diperbandingkan dengan PER saham di industrinya (sektoral).

d.Return dan risiko

Sumber *return* dari investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan *capital gain (loss)* merupakan kenaikan (penurunan) harga dari surat berharga yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor.

Oleh karena investasi pada hakekatnya bermain di antara ekspektasi masa depan, maka investor harus mampu memprediksi probabilitas *return* masa datang. *Return* yang diharapkan akan diterima di masa datang disebut tingkat kembalian yang diinginkan (*expected return*). Terkait dengan *return*, juga dikenal istilah *required return*. *Required return* adalah tingkat kembalian yang dibutuhkan oleh seorang investor yang menginvestasikan modalnya (Nor Hadi,2015:321). Rumus menghitung *required return* adalah sebagai berikut:

$$r_i = R_f + RP_i$$

di mana:

r_i = *required return on investmen i*

R_f = *risk free rate*

RP_i = *risk premium for investment i*

Dari rumus di atas diketahui terdapat dua elemen yang menentukan *expected return*, yaitu *risk free rate* (investasi bebas risiko) dan *risk premium* atau tingkat bunga yang berlaku di atas *risk free rate*. *Risk free rate* merupakan suku bunga pada suatu investasi yang tidak mengandung risiko, dimana di dalamnya sudah terkandung faktor inflasi. Biasanya berupa suku bunga atas instrumen yang digunakan oleh Bank Sentral untuk mengontrol kebijakan moneter, seperti di Indonesia adalah suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Sedangkan *risk premium for investment* (RP_i) merupakan tingkat bunga di atas *risk free rate* yang investor inginkan. Misal suku bunga SBI adalah 12% sedangkan premium yang diinginkan investor adalah 8%, maka *required return on investment* sebesar 20%.

Risiko investasi sesungguhnya adalah ketidak-sesuaian antara *expected return* dengan *actual return*, sehingga untuk menghitung risiko investasi dapat ditentukan dari tingkat penyimpangan *return* yang diharapkan. Oleh karena itu, tingkat risiko bisa diukur dengan menggunakan rumus *Deviasi Standard (SD)*, *Coefficient of Variation (CV)*, atau yang paling populer dengan Beta (β). Rumus menghitung Beta adalah sebagai berikut (Nor Hadi,2015:326):

$$\beta_i = \frac{\Delta r}{\Delta R_m}$$

Di mana:

β_i = Beta

r = Perubahan *return* sekuritas

R_m = Perubahan *return* pasar

Rumus di atas menunjukkan tingkat risiko sekuritas memiliki keterkaitan dengan risiko pasar. *Return* pasar dicerminkan oleh indeks harga saham gabungan (IHSG) sehingga perubahan *return* pasar ditentukan oleh perubahan IHSG.

e.Capital asset pricing model (CAPM)

CAPM dikembangkan oleh William F. Sharpe dan John Lintner sekitar 30 tahun lalu. *CAPM* adalah salah satu teknik menghitung risiko sekuritas dan pasar. *CAPM* menggunakan beta untuk menghubungkan risiko dan *return* secara bersama-sama. Pengembangan model ini berfungsi

untuk menjelaskan tingkah-laku dari harga sekuritas dan memberikan mekanisme bagi investor untuk menilai pengaruh suatu sekuritas yang diusulkan terhadap risiko dan *return* portofolio (Nor Hadi,2015;327).

Rumus untuk menghitung *CAPM* sebagai berikut:

$$r_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Di mana:

r_i =required return on investmen i

R_f = risk free rate

β_i = beta coefficient dari investasi

R_m = return pasar, dapat dengan menggunakan perubahan IHSG.

R_f biasanya didekati dengan tingkat *return* suku bunga bank sentral, di Indonesia umumnya *risk free* didekati dengan tingkat *return* suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). β_i didekati dengan menghitung data *time series* saham dengan data *return* sahamnya. R_m didapatkan dengan meramalkan *return* IHSG, artinya *return* pasar yang diharapkan, bukan *return* pasar periode yang lalu. Untuk mendapatkan nilai R_m kita harus dapat memprediksi berapa tingkat *return* IHSG yang diharapkan. Salah satu caranya adalah dengan analisis faktor. Di sini harus dilakukan studi empiris, menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi IHSG, kemudian membuat persamaan regresi dari IHSG dan faktor yang memengaruhinya. Terakhir, kita harus memprediksi nilai dari faktor yang memengaruhi IHSG untuk x periode yang ditentukan. Cara lainnya adalah menggunakan nilai IHSG dari hasil penelitian empiris dari peneliti lain.

CAPM mencoba untuk menjelaskan hubungan antara *risk* dan *return*. Untuk mengurangi risiko, suatu saham bisa dikombinasikan dengan saham lain dalam sebuah portofolio. Diversifikasi akan mengurangi risiko sistematis (*systematic risk*), tetapi tidak dapat mengurangi risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis atau dikenal dengan risiko pasar – kadang disebut sebagai risiko umum – merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan dan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Dengan kata lain, risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi. Sedangkan risiko yang tidak sistematis atau dikenal dengan risiko spesifik (risiko perusahaan), adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan posisi mikro perusahaan emiten. Risiko perusahaan bisa diminimalkan dengan melakukan diversifikasi asset dalam suatu portofolio

f.Arbitrage pricing theory (APT)

CAPM bukan satu-satunya teori yang mencoba menjelaskan bagaimana suatu aktiva ditentukan harganya oleh pasar, atau bagaimana menentukan tingkat keuntungan yang dipandang layak untuk suatu investasi. Ross (1976) merumuskan suatu teori yang disebut sebagai Arbitrage Pricing Theory (APT).

Arbitrage adalah proses untuk memperoleh laba tanpa risiko dengan memanfaatkan peluang perbedaan harga asset atau sekuritas fisik yang sama (Irham Fahmi, 2015;348). Dengan kata lain, investasi pada konsep *arbitrage* adalah membeli suatu sekuritas atau surat berharga pada harga rendah dan menjual kembali ketika harga telah mengalami kenaikan.

Kalau pada *CAPM* analisis dimulai dari bagaimana pemodal membentuk portofolio yang efisien, maka *APT* mendasarkan diri pada konsep satu harga (*the law of one price*). Jadi, pada dasarnya *APT* menggunakan pemikiran yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda (hukum satu harga).

Seperti halnya *CAPM*, *APT* menggambarkan hubungan antara risiko dan *return*, tetapi dengan menggunakan asumsi dan prosedur yang berbeda. Dalam *APT*, estimasi *return* harapan dari suatu sekuritas tidak terlalu dipengaruhi oleh portofolio pasar seperti halnya dalam *CAPM*. Pada *CAPM*, portofolio pasar sangat berpengaruh karena diasumsikan bahwa risiko yang relevan adalah risiko sistematis yang diukur dengan beta (menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar). Sedangkan pada *APT*, *return* sekuritas tidak hanya dipengaruhi oleh portofolio pasar karena adanya asumsi bahwa *return* harapan dari suatu sekuritas bisa dipengaruhi oleh beberapa sumber risiko lainnya.

Model *APT* memiliki asumsi bahwa tingkat pengembalian acak atas sekuritas i dipengaruhi oleh beberapa faktor. Asumsi tersebut dapat dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut:

$$\tilde{R}_i = (R_i) + \beta_1 \tilde{F}_1 + \dots + \beta_{i-n} \tilde{F}_n + \tilde{\epsilon}_i \dots (1)$$

Di mana:

\tilde{R}_i = tingkat pengembalian acak dari sekuritas i ,

(R_i) = pengembalian yang diharapkan dari sekuritas i ,

$\beta_{i,n}$ = kepekaan sekuritas ke- i terhadap faktor ke- n ,

\tilde{F}_1 = faktor ke- n yang umum bagi pengembalian sekuritas, dan

$\tilde{\epsilon}_i$ = pengembalian tidak sistematis bagi sekuritas.

Persamaan APT dapat digeneralisasikan ke dalam kondisi di mana terdapat faktor n , sehingga menjadi:

$$E(R_i) = R_F + \beta_{1,i} [E(R_{F1}) - R_F] + \beta_{2,i} [E(R_{F2}) - R_F] + \dots + \beta_{n,i} [E(R_{Fn}) - R_F] \dots \dots (2)$$

Model ini menyatakan bahwa investor ingin memperoleh kompensasi atas seluruh faktor yang secara matematis memengaruhi pengembalian sekuritas. Kompensasi itu adalah jumlah dari hasil setiap risiko sistematis dan premi risiko diberikan oleh faktor pasar keuangan $\beta_{1,2} [E(R_{F2}) - R_F]$. Dalam model risiko dan pengembalian lain dijelaskan, investor tidak memperoleh kompensasi atas risiko tidak sistematis yang diterimanya.

Rasio Keuangan

Rasio keuangan dapat dikelompokkan sebagai berikut (Taufik Hidayat: 2010:120-126):

1. *Rasio likuiditas*, yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya. Rasio Likuiditas antara lain: *current ratio*, *cash ratio*, *quick ratio*, dan *working capital to total assets ratio*.
2. *Rasio solvabilitas*, adalah rasio yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajiban finansialnya (baik jangka pendek maupun jangka panjang), apabila perusahaan dilikuidasi. Rasio-rasio solvabilitas antara lain: *debt to equity ratio*, *long-term leverage*, *short-term leverage*, dan *debt to capital assets ratio*.
3. *Rasio Profitabilitas*, yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu, baik dalam hubungannya dengan penjualan, aset, maupun laba dan modal sendiri. Rasio profitabilitas antara lain: *gross profit margin*, *net profit margin*, *return on investment (ROI)*, *rate of return for the owners*.
4. *Rasio Aktivitas*, merupakan rasio yang menunjukkan efektivitas manajemen perusahaan dalam mengelola bisnisnya, atau mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber daya yang dimiliki, atau seberapa jauh efisiensi perusahaan dalam menggunakan aset untuk memperoleh penjualan. Rasio aktivitas antara lain: *asset turnover*, *receivable turnover*, *average collection period*, *inventory turnover*, dan *account payable turnover*.
5. *Rasio Saham (Pasar)*, yaitu rasio yang menunjukkan bagian dari laba perusahaan, dividen, dan modal yang dibagikan pada setiap saham. Rasio-rasio saham antara lain: *dividend per share (DPS)*, *dividend yield*, *earning per share (EPS)*, *price earning ratio (PER)*, *Book Value per Share (BVPS)*.

Rasio-rasio keuangan di atas bisa bertambah, misalnya untuk perusahaan perbankan, diperlukan rasio-rasio seperti:

- a) Rasio Perbaikan Aset, terdiri dari *Non Performing Loan (NPL) Gross*, dan *Non Performing Loan (NPL) Net*.
- b) Rasio Kehati-hatian, terdiri dari *Capital Adequacy Ratio (CAR)*, Batas Maksimum Pemberian Kredit (BMPK), Posisi Devisa Netto (PDN), dan *Loan Concentration*.
- c) Rasio Pinjaman terhadap Deposit (*Loan to Deposit Ratio/LDR*).

Dari uraian di atas diketahui terdapat cukup banyak rasio kinerja keuangan perusahaan yang mempunyai pengaruh terhadap harga saham. Pertanyaannya adalah, rasio (rasio) manakah yang akan dipilih untuk riset ini? Apa alasannya?

Oleh karena rasio-rasio keuangan terkait dengan harga saham cukup banyak jumlahnya, maka untuk menghindari subyektivitas dalam menentukan rasio-rasio keuangan yang akan dipilih untuk diriset, penulis memutuskan memilihnya berdasarkan pendekatan *Dividend Discount Models (DDM)* yang *constant growth*.

Pada teknis analisis fundamental ada beberapa cara yang dipakai untuk mengidentifikasi saham-saham yang *mispriced*. Cara-cara tersebut, langsung atau tidak, terkait dengan kapitalisasi dari valuasi dengan metode pendapatan (*capitalization of income method valuation*). Metode ini menyatakan bahwa nilai yang "benar" ("*true value*") atau nilai "intrinsik" ("*intrinsic value*") dari

suatu aset adalah didasarkan pada *cash flows* yang investor harapkan akan diterima di masa mendatang dari aset yang dimilikinya. *Cash flows* tersebut, jika dalam investasi saham, tidak lain adalah dividen-dividen yang akan diterima di masa mendatang. Nilai dari *cash flows* yang akan diterima di masa mendatang, jika ditentukan nilainya sekarang (*present value*), maka harus dihitung dengan *discount rate* untuk merefleksikan *time value of money* dan risiko yang melekat. Pendekatan ini kemudian disebut *Dividend Discount Models (DDM)* (Gordon,1983:382).

Rumus untuk menghitung DDM adalah sebagai berikut (Horne,1995:30):

$$P_0 = \frac{Deividend(D)}{(r-g)} \quad \text{MODEL (1)}$$

Di mana:

P_0 = Harga Saham
 r = *required rate of return*
 g = *growth*

Dividend payout ratio (b) = D/EPS (Keown et al.,1996:303)

Maka, $D = EPS \times b$

Model (1) disubstitusikan sehingga menjadi:

$$P_0 = \frac{EPS \times (b)}{(r-g)} \quad \text{MODEL (2)}$$

Selanjutnya $EPS = EAT$ (*Earning After Taxes*) / Total Saham.

$EPS = EAT / \text{Total Saham} = ROE \times (\text{Book Value per Share})$

Model (2) disubstitusikan sehingga menjadi:

$$P_0 = \frac{ROE \times (BVPS) \times (b)}{(r-g)} \quad \text{MODEL (3)}$$

$BVPS = \text{Ekuitas} / \text{Total Saham}$

Ada pun $ROE = \text{earning power} \times \left(1 + \frac{Debt}{Equity}\right) \dots$ (Horne, 1995:773-774)

$$ROE = \frac{Net Profit after Taxes}{Total Asset} \times \left(1 + \frac{Debt}{Equity}\right)$$

$$ROE = ROA \times \left(1 + \frac{Debt}{Equity}\right)$$

Model (3) disubstitusikan sehingga menjadi:

$$P_0 = \frac{ROA \times \left(1 + \frac{Debt}{Equity}\right) \times BVPS \times (b)}{r-g} \quad \text{MODEL (4)}$$

Fuller & Farrel (1987:197) mendefinisikan *growth (g)* sebagai:

$$g = \frac{D_1 - D_0}{D_0}$$

Di mana:

$D_1 = EPS_1 \times (\text{payout ratio})$
 $D_0 = EPS_0 \times (\text{payout ratio})$

Jika *payout ratio* konstan, maka:

$$g = \frac{EPS_1 - EPS_0}{EPS_0}$$

Di mana:

$EPS_1 = ROE \times \text{Book Value per Share}_1$
 $EPS_0 = ROE \times \text{Book Value}_0$

Jika *ROE* konstan, maka:

$$g = \frac{BVPS_0 - BVPS_{t-1}}{BVPS_0}$$

Jika tidak ada tambahan dana (emisi saham), maka perubahan nilai buku ($BVPS_0$)

$BVPS_{t-1}$) sama dengan $EPS_0 - D_0 = EPS_0 \times (1-b)$, sehingga:

$$g = \frac{EPS_0 \times (1-b)}{BVPS_{t-1}} = \frac{EPS_0}{BVPS_{t-1}}(1-b)$$

$EPS_0 = ROE \times BVPS_{t-1}$ atau $ROE = EPS_0/BVPS_{t-1}$

Jadi $g = ROE \times (1-b)$

Kemudian Model (4) disubstitusikan sehingga menjadi:

$$P_0 = \frac{ROA \times \left(1 + \frac{Debt}{Equity}\right) \times BVPS \times (b)}{r - ROE (1-b)} \quad \text{MODEL (5)}$$

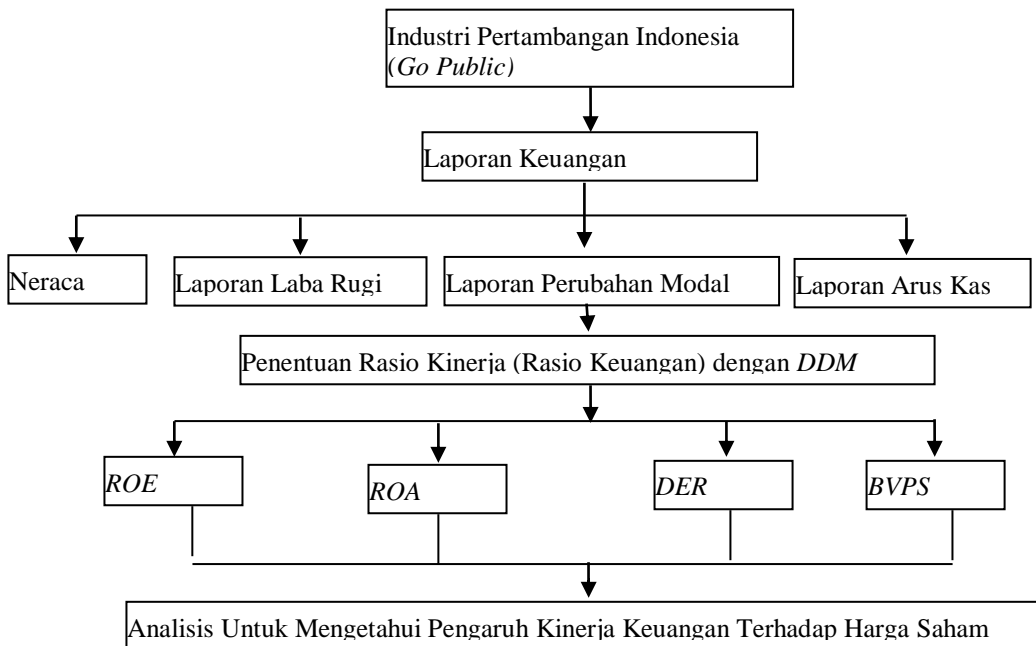
Dari rumus Model 5 diketahui bahwa harga saham (P_0) sama dengan:

$f(ROA), (DER), (BVPS), (b \text{ atau } DPR), (r) \text{ dan } (ROE)$.

Oleh karena r (*required rate of return*) menyangkut ekspektasi investor yang pasti berbeda antara investor yang satu dengan yang lainnya, maka r diabaikan dalam riset ini. Dari fungsi ini penulis kemudian menentukan kinerja keuangan yang akan diriset yang memengaruhi harga saham, yaitu: ROE , ROA , DER , $BVPS$ dan DPR . Namun, dalam riset pendahuluan penulis menemukan banyak sekali perusahaan pertambangan yang tidak membagikan dividen selama periode 2011-2015. Banyak perusahaan mengalami kerugian akibat harga-harga komoditas pertambangan dunia yang menurun secara tajam sejak tahun 2012. Apabila perusahaan tidak membagi dividen, maka DPR nilainya akan nol. Menimbang hal tersebut, maka penulis memutuskan untuk juga mengabaikan kinerja keuangan DPR dalam penelitian ini sehingga kinerja keuangan yang akan diriset adalah ROE , ROA , DER , dan $BVPS$.

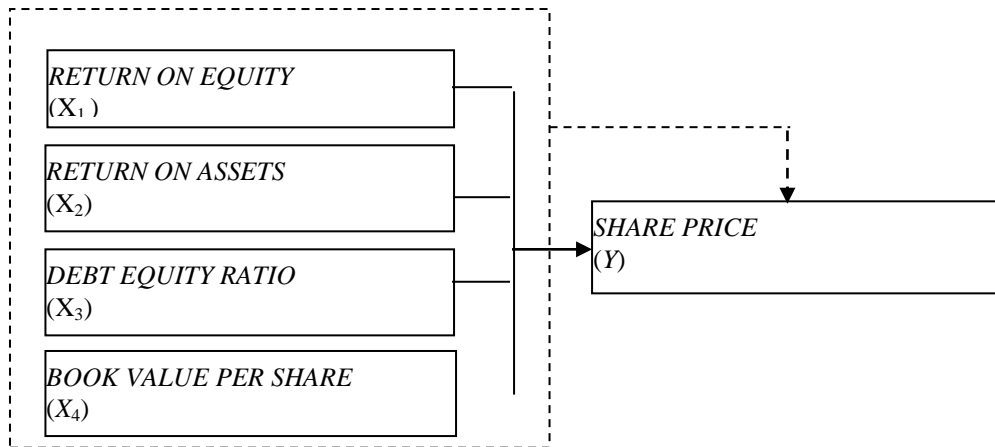
Kerangka Pemikiran

Gambar Kerangka Pemikiran



Rasio-rasio keuangan pada di atas kemudian ditetapkan sebagai variabel bebas (variabel X). Adapun variabel tidak bebas/terikatnya (variabel Y) adalah harga saham. Model kerangka konseptual digambarkan pada Gambar berikut.

Gambar Kerangka Konseptual



Hipotesis Penelitian

a. Pengaruh *return on equity ratio (ROE)* terhadap harga saham.

H₁: *Return on Equity (ROE)* berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.

b. Pengaruh *return on assets ratio (ROA)* terhadap harga saham.

H₂: *Return on Assets (ROA)* berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.

c. Pengaruh *debt to equity ratio (DER)* terhadap harga saham.

H₃: *Debt to Equity Ratio (DER)* berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.

d. Pengaruh *book value per share ratio (BVPS)* terhadap harga saham.

H₄: *Book value per share (BVPS)* berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.

e. Pengaruh *ROE, ROA, DER, dan BVPS* terhadap harga saham.

H₅: *ROE, ROA, DER, dan BVPS* secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.

Populasi Dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015.

Penarikan sampel dilakukan dengan menggunakan metode “*Judgment sampling.*” *Judgment sampling* adalah salah satu jenis *purposive sampling* dimana peneliti memilih sampel berdasarkan penilaian beberapa karakteristik anggota sampel yang disesuaikan dengan maksud penelitian (Kuncoro,2003:119).

Untuk untuk pemilihan sampel ditetapkan kriteria sebagai berikut:

- Perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011 – 2015.
- Perusahaan pertambangan yang IPO sebelum tahun 2011.
- Perusahaan-perusahaan pertambangan yang mempunyai utang jangka panjang selama periode pengamatan (2011-2015). Kriteria ini perlu karena pada rasio kinerja keuangan yang diriset terdapat variabel *Debt to Equity Ratio (DER)*. Apabila perusahaan tidak mempunyai utang jangka panjang, maka *DER* akan bernilai nol dan model *DDM* tidak bisa diaplikasikan.
- Perusahaan-perusahaan pertambangan yang memperoleh keuntungan (profit) selama periode pengamatan (2011-2015). Kriteria ini perlu karena jika perusahaan mengalami kerugian, kinerja keuangan *ROE* dan *ROA* akan negatif.

Untuk mendapatkan hasil penelitian sesuai dengan tujuan penelitian dilakukan teknik analisis data. Teknis analisis data yang digunakan adalah teknis analisis regresi

menggunakan panel data yang dikenal dengan Model Regresi Data Panel (*Panel Data Regression Model*). Menurut Bambang Juanda (2007,140) data panel atau *pooled data* merupakan kombinasi dari data bertipe *cross-section* dan data *time series* (yakni sejumlah variabel diobservasi atas sejumlah kategori dan dikumpulkan dalam suatu jangka waktu tertentu). Data panel tersebut akan dianalisis menggunakan *software* Eview 9.

Perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI berjumlah 41 perusahaan yang dikelompokkan dalam 4 (empat) subsektor, sebagai berikut:

- a. Subsektor Batubara (23 emiten)
- b. Sub sektor Minyak dan Gas Bumi (7 emiten)
- c. Subsektor Logam dan Mineral Lainnya (9 emiten)
- d. Subsektor Batu-batuan (2 emiten)

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel di atas dilakukan seleksi sampel dengan hasil sebagai berikut:

Tabel. 2 Pemilihan Emiten Yang Diriset

1.	Jumlah emiten tambang	41
2.	Yang IPO tahun 2011 ke bawah	(8)
3.	Yang mengalami kerugian dan tidak mempunyai utang jangka panjang dalam periode 2011-2015	(25)
4.	Jumlah emiten yang memenuhi syarat untuk diriset	8

Sumber: Data diolah

Delapan perusahaan yang terpilih sebagai sampel adalah sebagai berikut:

Tabel. 3 Nama Perusahaan Yang Diriset

No	Kode	Nama Perusahaan	Tanggal IPO
1.	ADRO	Adaro Energy, Tbk.	16 Juli 2008
2.	RUIS	Radiant Utama Interinsco, Tbk.	Juli 2006
3.	KKGI	Resources Alam Indonesia, Tbk.	1 Juli 1991
4.	ARTI	Ratu Prabu Energy, Tbk.	30 April 2003
5.	ESSA	Surya Elsa Perkasa, Tbk.	01 Februari 2012
6.	INCO	Vale Indonesia, Tbk.	16 Mei 1990
7.	TINS	Timah (Pesero), Tbk.	19 Oktober 1995
8.	CTTH	Citatah, Tbk	07 Maret 1996

Sumber: Data diolah

Deskripsi Data Statistik

Deskripsi data statistik yang akan dijelaskan dalam penelitian ini terdiri atas *mean*, *median*, *maximum*, *minimum*, *standard deviation*, *skewness*, *kurtosis* dan *statistic Jarque-Berra* serta *p-value* seperti tabel 4 berikut.

Tabel. 4 Deskripsi Data Statistik

	ROE	ROA	DER	BVPS	LASTPRICE
Mean	12.08	6.36	0.79	844.79	1,315.80
Median	8.46	3.16	0.48	707.57	1,065.00
Maximum	75.69	46.04	3.34	2,546.15	6,450.00
Minimum	0.61	0.15	0.01	61.74	56.00
Std. Dev.	15.86	8.30	0.90	644.06	1,346.41
Skewness	2.82	3.04	1.55	1.03	1.55
Kurtosis	11.18	14.34	4.21	3.44	6.33
Jarque-Bera	164.27	276.09	18.53	7.32	34.62
Probability	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00
Sum	483.39	254.29	31.80	33,791.49	52,632.00

Sum Sq. Dev.	9,811.33	2,686.26	31.84	16,177,900.95	70,699,830.40
Observations	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
Cross sections	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00

Sumber: Data diolah

Uji Berpasangan Dua Model

(1). *Common Effect dengan Fixed Effect (Chow Test)*

Uji Chow digunakan untuk menentukan model yang akan dipilih dalam estimasi model regresi data panel, antara *common effect* atau *fixed effect*. Pengujian dilakukan dengan uji statistik F atau chi-kuadrat dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Model *common effect* lebih baik daripada *fixed effect*.

H_1 : Model *fixed effect* lebih baik daripada *common effect*

Apabila nilai probabilitas F-test dan *chi-square test* lebih kecil dari $\alpha=0.05$ maka H_0 ditolak sehingga H_1 diterima. Artinya, dalam mengestimasi regresi data panel, model *fixed effect* lebih baik daripada model *common effect*. Jika sebaliknya, maka H_0 diterima sedangkan H_1 ditolak, yang berarti bahwa dalam mengestimasi regresi data panel, model *common effect* lebih baik daripada model *fixed effect*.

Dari hasil uji Chow diketahui bahwa nilai probabilitas F-test dan *Chi-square* lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, yang berarti bahwa dalam mengestimasi regresi data panel, model *fixed effect* lebih baik dibanding model *common effect*. Dengan demikian, model *fixed effect* yang dipilih.

(2). *Common Effect dengan Random Effect (Langrange Multiplier Test)*

Pengujian *Langrange Multiplier (LM-test)* dilakukan untuk menentukan model manakah yang akan dipilih dalam estimasi model regresi data panel, antara *common effect* atau *random effect*, melalui pengujian *Langrange Multiplier (LM-test)* Breusch-Pagan. Pengujian dilakukan dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Model *common effect* lebih baik daripada *random effect*.

H_1 : Model *random effect* lebih baik daripada *common effect*

Dari hasil perhitungan LM test sebesar 4.144 lebih kecil dari *chi-square* yaitu sebesar 4.321, dan nilai probabilitas LM test Breusch-Pagan 0,0418 lebih kecil dari $\alpha=0,05$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti bahwa dalam mengestimasi regresi data panel, model *random effect* lebih baik dibanding model *common effect*. Dengan demikian, model *random effect* yang dipilih.

(3). *Fixed Effect dengan Random Effect (Hausman Test)*

Uji Hausman (*Hausman test*) digunakan untuk menentukan model manakah yang akan dipilih dalam estimasi model regresi data panel, antara *fixed effect* atau *random effect*. Pengujian dilakukan dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Model *random effect* lebih baik daripada *fixed effect*

H_1 : Model *fixed effect* lebih baik daripada *random effect*

Jika nilai probabilitas (*Prob*) *chi-square Hausman test* lebih kecil dari $\alpha= 0.05$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dengan demikian dapat diartikan bahwa estimasi regresi data panel lebih baik menggunakan model *fixed effect* daripada model *random effect*. Jika sebaliknya, nilai probabilitas (*Prob*) *chi-square Hausman test* lebih besar dari $\alpha=0.05$, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang berarti model *random effect* lebih baik daripada model *fixed effect* dalam mengestimasi regresi data panel.

Dari hasil *Hausman test* diketahui nilai probabilitas *chi-square* lebih besar dari $\alpha=0.05$, dengan nilai *chi-square* 6.03800, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang berarti dalam mengestimasi regresi data panel, model *random effect* lebih baik dibanding model *fixed effect*. Jadi,, model *random effect* yang dipilih.

Hasil pengujian berpasangan terhadap ketiga model dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan dalam regresi data panel untuk estimasi pengaruh *ROE*, *ROA*, *DER* dan *BVPS* terhadap harga saham dari 8 perusahaan yang terdaftar di BEI dalam periode 2011-2015 adalah model *random effect*.

Tabel. 5 Kesimpulan Pengujian Regresi Data Panel

No.	Metode	Pengujian	Hasil
1.	<i>Chow-Test</i>	<i>Common Effect vs Fixed Effect</i>	<i>Fixed Effect</i>
2.	<i>Langrange Multiplier-Test</i>	<i>Common Effect vs Random Effect</i>	<i>Random Effect</i>
3.	<i>Hausman-Test</i>	<i>Fixed Effect vs Random Effect</i>	<i>Random Effect</i>

Diolah dari Tabel 4.5. s.d 4.7.

Hasil Estimasi Masing-Masing Model

Hasil pengujian yang merekomendasikan penggunaan model *random effect* akan dianalisis lebih lanjut dan untuk memperkuat kesimpulan pengujian berpasangan, dilakukan estimasi terhadap ketiga model regresi data panel.

(1). Model *Common Effect*

Common effect menganggap intersep dan slop selalu tetap baik antar waktu maupun antar individu. Setiap individu (n) yang diregresi untuk mengetahui hubungan antar variabel dependen dengan variabel-variabel independennya akan memberikan nilai intersep maupun slope yang sama besarnya. Begitu pula dengan waktu (t), nilai intersep dan slope dalam persamaan regresi yang menggambarkan hubungan antar variabel dependen dengan variabel-variabel independennya adalah sama untuk setiap waktu. Hal ini dikarenakan dasar yang digunakan dalam regresi data panel ini mengabaikan pengaruh individu dan waktu pada model yang dibentuknya (Sriyana,2014).

Dari Tabel estimasi regresi data panel dengan model *common effect* diketahui bahwa dua variabel bebas, yaitu *ROA* dan *BVPS* memengaruhi harga saham secara signifikan dengan tingkat keyakinan sebesar 95%. Sementara variabel *ROE* dan *DER* tidak memengaruhi harga saham secara signifikan (>0.05).

Selanjutnya, uji F menunjukkan bahwa secara bersama-sama (simultan), dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, variabel bebas memengaruhi harga saham secara signifikan. Dengan nilai koefisien determinasi $R^2 = 0.82831$, maka pengujian *goodnes of fit* menunjukkan seluruh variabel bebas yang meliputi *ROE*, *ROA*, *DER* dan *BVPS* dapat menjelaskan variasi naik turunnya harga saham sebesar 82,83% sedangkan sisanya sebesar 17,17% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model.

Selanjutnya, nilai koefisien determinasi yang disesuaikan yaitu sebesar $R^2 = 0.80869$ menunjukkan bahwa setelah mempertimbangkan derajat kebebasan (*degree of freedom*), seluruh variabel bebas yang digunakan mampu menjelaskan variasi yang terjadi dalam harga saham sebesar 80,87%.

(2). Model *Fixed Effect*

Fixed effect mengasumsikan bahwa intersep berbeda antar perusahaan tapi *slope*-nya sama. Keberadaan variabel yang tidak semuanya masuk dalam persamaan model memungkinkan adanya intersep yang tidak konstan (Nachrowi, 2006). Atau, intersep mungkin berubah untuk setiap individu dan waktu.

Dari Tabel Estimasi Regresi Data Panel dengan Model *Fixed Effect* diketahui bahwa dua variabel bebas, yaitu *ROE* dan *ROA* memengaruhi harga saham secara signifikan dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, sementara variabel *DER* dan *BVPS* tidak memengaruhi harga saham secara signifikan.

Selanjutnya, uji F menunjukkan bahwa secara bersama-sama (simultan), variabel bebas memengaruhi harga saham secara signifikan pada tingkat keyakinan sebesar 95%. Dengan nilai koefisien determinasi $R^2=0.94900$, maka pengujian *goodnes of fit* menunjukkan bahwa seluruh variabel bebas yang meliputi *ROE*, *ROA*, *DER* dan *BVPS* dapat menjelaskan variasi naik turunnya harga saham sebesar 94,90%, sedangkan sisanya sebesar 5,10% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model.

Selanjutnya, nilai koefisien determinasi yang disesuaikan sebesar $R^2=0.92896$ menunjukkan bahwa setelah mempertimbangkan derajat kebebasan (*degree of freedom*), seluruh variabel bebas yang digunakan mampu menjelaskan variasi yang terjadi dalam harga saham sebesar 92,90%.

(3). Model *Random Effect*

Dari Tabel Estimasi Regresi Data Panel Dengan Model *Random Effect* diketahui bahwa hanya variabel bebas *ROA* yang memengaruhi harga saham secara signifikan dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, sementara variabel *ROE*, *DER*, dan *BVPS* tidak memengaruhi harga saham secara signifikan.

Selanjutnya, uji F menunjukkan bahwa semua variabel bebas (*ROE*, *ROA*, *DER* dan *BVPS*) secara bersama-sama (simultan) memengaruhi harga saham secara signifikan dengan tingkat keyakinan sebesar 95%.

Dengan nilai koefisien determinasi $R^2 = 0.85209$, maka pengujian *goodnes of fit* menunjukkan bahwa seluruh variabel bebas yang meliputi *ROE*, *ROA*, *DER*, dan *BVPS* dapat menjelaskan variasi naik turunnya harga saham sebesar 85,21%, sedangkan sisanya sebesar 14,79% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model. Berikutnya, nilai koefisien determinasi yang disesuaikan $R^2=0.83519$ menunjukkan bahwa setelah mempertimbangkan derajat kebebasan (*degree of freedom*), seluruh variabel bebas yang digunakan mampu menjelaskan variasi yang terjadi dalam harga saham sebesar 83,52%, sedangkan sisanya sebesar 16,48% dijelaskan oleh faktor lain.

Tabel. 6 Rekapitulasi masing-masing model

No	Model	R-Square	Adjusted R-Square	F-Statistic	Prob (F-Statistic) $\alpha = 0.05$	Probabilitas $\alpha = 0.05$	
						ROE	Tidak signifikan
1.	<i>Common Effect</i>	0.82831	0.80869	42.21317	0.0000	ROA	Signifikan
						DER	Tidak signifikan
						BVPS	Signifikan
						ROE	Tidak signifikan
2.	<i>Fixed Effect</i>	0.94900	0.92896	47.36135	0.0000	ROA	Signifikan
						DER	Tidak signifikan
						BVPS	Tidak signifikan
						ROE	Tidak signifikan
3.	<i>Random Effect</i>	0.85209	0.83519	50.40775	0.0000	ROA	Signifikan
						DER	Tidak signifikan
						BVPS	Tidak signifikan
						ROE	Tidak signifikan

Sumber : Data diolah

Analisis Estimasi Model Regresi Data Panel

Di atas telah dijelaskan bahwa dari hasil pengujian berpasangan ditetapkan model regresi data panel yang digunakan untuk mengestimasi pengaruh *ROE*, *ROA*, *DER* dan *BVPS* terhadap harga saham adalah model *random effect*.

Model *random* yang digunakan dalam penelitian ini haruslah model yang menghilangkan masalah heteroskedastisitas yang dilakukan dengan mengkonstantakan residualnya dengan menggunakan *white-heteroscedasticity*.

Tabel. 7 Output Uji *White heteroscedasticity*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	(347,500.00000)	641,917.70000	(0.54135)	0.59310
ROA	205,357.20000	509,233.80000	0.40327	0.69020
ROE	7.52215	353,855.00000	0.00002	1.00000
DER	374,580.70000	831,709.10000	0.45038	0.65630
BVPS	143.81930	993.44450	0.14477	0.88610

Weight Statistics			
R-squared	0.48148	Mean dependent var	303,466.00000
Adjusted R-squared	0.19111	S.D. dependent var	544,620.90000
S.E. of regression	489,823.90000	Akaike info criterion	29.32148
Sum squared resid	6,000,000,000,000.00000	Schwarz criterion	29.95481
Log likelihood	(571.42950)	Hannan-Quinn criter.	29.55047
F-statistic	1.65814	Durbin-Watson stat	2.30766
Prob(F-statistic)	0.13096		

Sumber : Data diolah

Dari output Uji *White heteroscedasticity* di atas diperoleh:

- nilai probabilitas *ROE* sebesar 1.00000, artinya model regresi tersebut baik, yaitu bebas (atau tidak terjadi) heteroskedastisitas karena nilai probabilitas *ROE* lebih besar dari $\alpha=0.05$ ($1.00000 > 0.05$)
- nilai probabilitas *ROA* sebesar 0.69020, artinya model regresi tersebut baik, yaitu bebas (atau tidak terjadi) heteroskedastisitas karena nilai probabilitas *ROA* lebih besar dari taraf signifikansi sebesar $\alpha=0.05$ ($0.69020 > 0.05$).
- nilai probabilitas *DER* sebesar 0.65630, artinya model regresi tersebut baik, yaitu bebas (atau tidak terjadi) heteroskedastisitas karena nilai probabilitas *DER* lebih besar dari taraf signifikansi sebesar $\alpha=0.05$ ($0.65630 > 0.05$).
- nilai probabilitas *BVPS* sebesar 0.88610, artinya model regresi tersebut baik karena bebas heteroskedastisitas karena nilai probabilitas *BVPS* lebih besar dari taraf signifikansi sebesar $\alpha=0.05$ ($0.88610 > 0.05$).

Kesimpulan, model regresi baik karena tidak terjadi heteroskedastisitas.

Estimasi Model Regresi Data Panel Secara Parsial

Hasil estimasi pengaruh *ROE*, *ROA*, *DER*, dan *BVPS* terhadap harga saham dengan model *random effect* dapat ditulis dalam bentuk persamaan:

$$\text{HARGA SAHAM} = [C_i + 566.839] - 27.231 * \text{ROE} + 176.650 * \text{ROA} - 68.244 * \text{DER} + 0.01100 * \text{BVPS} \quad (4.1)$$

C_i = Konstanta *fixed effect* perusahaan ke- i , $i = 1, \dots, 6$.

Selanjutnya, akan dilakukan pengujian terhadap koefisien regresi data panel secara parsial dengan menggunakan uji-t. Uji-t dilakukan untuk menentukan apakah masing-masing variabel bebas memengaruhi harga saham secara parsial dengan tingkat alpha 5% ($\alpha=0,05$) dengan ketentuan sebagai berikut:

nilai probabilitas *t-statistic* < 0.05 atau $< 0.10 = H_0$ tolak dan H_1 terima

nilai probabilitas *t-statistic* > 0.05 atau $> 0.10 = H_0$ terima dan H_1 tolak

Merujuk Tabel Estimasi Refresi Data Panel Dengan Model *Random Effect* diperoleh hasil di bawah ini.

(1). Pengaruh *ROE* terhadap harga saham

Merujuk Tabel Estimasi Regresi Data Panel dengan Model *Random Effect*, uji-t diketahui bahwa variabel *ROE* berpengaruh signifikan terhadap harga saham karena nilai probabilitas *t*-

statistic sebesar 0.05990 atau lebih kecil dari $\alpha=0,10$ ($0.05990 < 0.05$) yang berarti tolak H_0 . Nilai koefisien parsial variabel *ROE* sebesar -27.231 menunjukkan bahwa jika terjadi kenaikan nilai *ROE* sebesar satu persen, maka harga saham akan turun sebesar 27.231 persen dengan asumsi variabel lain tidak mengalami perubahan (*ceteris paribus*).

Temuan empiris ini **sejalan** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa variabel *ROE* berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Juga sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Adhitya dkk. (2008). Namun, hasil ini berlawanan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sri Utami (2015), dan Dea Az Zahra (2014).

(2) Pengaruh ROA terhadap harga saham

Merujuk Tabel Estimasi Regresi Data Panel dengan Model *Random Effect*, uji-t diketahui bahwa variabel *ROA* berpengaruh signifikan terhadap harga saham karena nilai probabilitas *t-statistic* sebesar 0.00000 atau lebih kecil dari $\alpha=0,05$ ($0.00000 < 0.05$) yang berarti tolak H_0 . Nilai koefisien parsial variabel *ROA* sebesar 176.650 menunjukkan bahwa jika terjadi kenaikan *ROA* sebesar satu persen maka harga saham akan naik sebesar 176.650 persen dengan asumsi variabel lain tidak mengalami perubahan (*ceteris paribus*).

Temuan empiris ini **sejalan** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa variabel *ROA* berpengaruh signifikan terhadap harga saham pada perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Hasil ini juga mendukung enam hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sri Utami (2015), Jonnar Situmorang (2015), Egi Ferdianto (2014), Leo Chandra (2013), Sri Zuliarni (2012), dan Adhitya dkk (2008). Namun, tidak sejalan dengan hasil penelitian dari Dea Az Zahra (2014) yang menyatakan *ROA* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

(3). Pengaruh DER terhadap harga saham

Merujuk Tabel Estimasi Regresi Data Panel dengan Model *Random Effect*, uji-t diketahui bahwa variabel *DER* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham karena nilai probabilitas *t-statistic* sebesar 0.73980 atau lebih besar dari $\alpha=0,05$ ($0.73980 > 0.05$) yang berarti tolak H_1 . Nilai koefisien parsial variabel *DER* sebesar -68.244 menunjukkan bahwa jika terjadi kenaikan nilai *DER* sebesar satu persen maka harga saham akan turun sebesar 68.244 persen dengan asumsi variabel lain tidak mengalami perubahan (*ceteris paribus*).

Temuan empiris ini **berlawanan** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa variabel *DER* berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Hasil ini juga berlawanan dengan hasil penelitian Yulianti Hamid dkk. (2015). Namun, mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Sri Utami (2015) dan Egi Ferdianto (2014) yang menyatakan bahwa variabel *DER* tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

(4). Pengaruh BVPS terhadap harga saham

Merujuk Tabel Estimasi Regresi Data Panel dengan Model *Random Effect*, uji-t diketahui bahwa variabel *BVPS* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham karena nilai probabilitas *t-statistic* sebesar 0.95720 atau lebih besar dari $\alpha=0,05$ ($0.95720 > 0.05$) yang berarti tolak H_1 . Nilai koefisien parsial variabel *BVPS* sebesar 0.011 menunjukkan bahwa jika terjadi kenaikan nilai *BVPS* sebesar satu persen maka harga saham akan naik sebesar 0.011 persen dengan asumsi variabel lain tidak mengalami perubahan (*ceteris paribus*).

Temuan empiris ini **berlawanan** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa variabel *BVPS* berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Tidak ada penelitian terdahulu yang meneliti masalah ini.

Estimasi Model Regresi Data Panel Secara Bersama-Sama

Merujuk Tabel Estimasi Regresi Data Panel dengan Model *Random Effect*, uji regresi data panel menggunakan uji-t menyimpulkan bahwa hanya variabel *ROA* yang terbukti memengaruhi variabel harga saham secara signifikan. Sedangkan variabel *ROE*, *DER* dan *BVPS* tidak memengaruhi variabel harga saham secara signifikan.

Sementara pengujian untuk keseluruhan variabel dengan menggunakan uji-F menunjukkan nilai *F-statistic* sebesar 50.40775 dengan nilai probabilitas sebesar 0.00000 lebih kecil dari $\alpha=0,05$ yang berarti tolak H_0 . Maka dapat disimpulkan bahwa variabel *ROE*, *ROA*, *DER*, dan *BVPS* secara bersama-sama (simultan) memengaruhi variabel harga saham secara signifikan pada tingkat keyakinan 95%.

Dengan nilai koefisien determinasi $R^2=0.85209$ maka pengujian *goodnes of fit* menunjukkan bahwa seluruh variabel bebas (*ROE*, *ROA*, *DER*, dan *BVPS*) dapat menjelaskan variasi naik turunnya harga saham sebesar 85,20% sedangkan sisanya sebesar 4,80% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model. Berikutnya, nilai koefisien determinasi yang disesuaikan sebesar $R^2=0.83519$ menunjukkan setelah mempertimbangkan derajat kebebasan (*degree of freedom*) seluruh variabel bebas mampu menjelaskan variasi yang terjadi dalam harga saham sebesar 83,51% sedangkan sisanya sebesar 16,49% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak terdapat dalam model.

Temuan empiris ini **sejalan** dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa variabel *ROE*, *ROA*, *DER*, dan *BVPS* berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015. Hasil ini juga mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sri Utami (2015), Dea Az Zahra (2014), Egi Ferdianto (2014), dan Aditya dkk. (2008). Tidak ada penelitian terdahulu yang hasilnya berlawanan dengan hasil penelitian ini.

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis yang telah dilakukan, dapat ditarik beberapa simpulan sebagai berikut:

1. Pada tingkat keyakinan 95%, hasil pengolahan data dan pengujian statistik menyimpulkan bahwa kinerja keuangan perusahaan pertambangan *Return on Equity (ROE)*, *Return on Assets (ROA)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, dan *Book Value per Share (BVPS)*, secara bersama-sama (simultan) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015 pada $\alpha=0.05$.
2. Pada tingkat keyakinan 90%, hasil pengolahan data dan pengujian statistik menyimpulkan bahwa secara parsial kinerja keuangan *ROE* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Pada tingkat keyakinan 95%, hasil pengolahan data dan pengujian statistik menyimpulkan bahwa secara parsial kinerja keuangan *ROA* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Artinya, jika *ROA* membaik, maka harga sahamnya juga meningkat, dan sebaliknya. Sedangkan kinerja keuangan *DER* dan *BVPS* tidak memiliki pengaruh positif signifikan terhadap harga saham perusahaan pertambangan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015 pada $\alpha=0.05$.

SARAN

Berdasarkan simpulan dari hasil penelitian, penulis menyarankan hal-hal sebagai berikut.

1. Bagi investor yang akan berinvestasi di saham perusahaan pertambangan untuk tujuan jangka panjang, disarankan untuk memilih saham dari emiten yang seluruh kinerja keuangannya baik (*Return on Equity*, *Return on Assets*, *Debt to Equity Ratio*, dan *Book Value per Share*). Apabila pilihan demikian sulit didapat, disarankan untuk memilih saham yang *Return on Equity* dan *Return on Assets*-nya baik.
2. Bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK), banyaknya perusahaan pertambangan yang mengalami kerugian khususnya di tahun 2015, dan karenanya tidak bisa membagi dividen, perlu dijadikan sebagai peringatan untuk lebih berhati-hati dalam menyeleksi perusahaan pertambangan yang akan *go public*. Hal ini penting untuk menjaga kepercayaan masyarakat kepada pasar modal.
3. Bagi penelitian selanjutnya diharapkan dapat menyempurnakan penelitian ini dengan menambah periode waktu pengamatannya untuk mendapatkan hasil penelitian yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Hakim, *Statistika Deskriptif untuk Ekonomi dan Bisnis*, Yogyakarta, Ekonisia, FE UII, 2010
- Adhitya Dwi Asmara Putra dan Rino Rinaldo, "Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan [*Return On Sales (ROS)*, *Return On Assets (ROA)*, dan *Return On Equity (ROE)*] Terhadap Harga Saham PT Aneka Tambang, Tbk Periode 1999-2007", Jakarta, Jurusan Akuntansi, Universitas Gunadarma, 2008.

- Az Zahra, Dea (2014), “Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Harga Saham Perusahaan Pada Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2008-2012, Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis dan Manajemen Universitas Widyatama.
- Bambang Juanda, *Ekonometrika Deret Waktu: Teori dan Aplikasi*, Bogor, IPB Press, 2017.
- Egi Ferdianto, “Analisis Pengaruh (ROA), Debt To Equity Ratio (DER), Net Profit Margin (NPM) Dan Current Ratio (CR) Terhadap Harga Saham: Studi Empiris Pada Perusahaan Tambang Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2013, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, UIN Syarif Hidayatullah Jakarta, 2004.
- Fuller, Russel. J& Farrell James L.Jr, *Modern Investment and Security Analysis*, Singapore, McGrawhill, International Edition Financial Series, 1987.
- Gordon, Willian, Jeffery, *Fundamental of Investments*, Second Edition, Prentice Hall International Edition, 1993.
- Hidayat, Taufik, *Buku Pintar Investasi: Reksadana, Saham, Stock Options, Valas, Emas*, Jakarta, Mediakita, 2010.
- Ikatan Akuntan Indonesia, *Standar Akuntansi Keuangan*, Salemba, Jakarta, 2007.
- Irham Fahmi, *Analisis Kinerja Keuangan*, Bandung, Alfabeta, 2012.
- Jaka Sriyana, *Metode Regresi Data Panel*, Ekosiana, Yogyakarta, 2014.
- Jumingan, *Analisis Laporan Keuangan*, Cetakan Pertama, Jakarta, PT Bumi Aksara, 2006.
- Keown, Scott, Martin, Petty, *Basic Financial Management*, Seventh Edition, Prentice Hall International Inc., 1996.
- Keown, Martin, Petty, *Foundations of Finance – The Logic and Practices of Financial Management*, Six Edition, Prantice Hall International Inc., 2008.
- Leo Chandra, “Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Harga Saham Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)”, Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara, 2013.
- Mashud Toarik, Merah Biru Rapor Bursa Efek, Jakarta, *Majalah Investor*, Juni 2015
- Muhidin, Abdurahman, *Analisis Korelasi, Regresi dan Jalur dalam Penelitian*, Bandung, Pustaka Setia, 2007.
- Nachrowi Djalal, dan Hardius Usman, *Ekonomika Makro*, Jakarta, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2006.
- Nawari, *Analisis Regresi dengan MS Excell 2007 dan SPSS 17*, Jakarta, PT Elex Media Komputindo, Kompas Gramedia, 2010.
- Nor Hadi, *Pasar Modal*, Edisi 2, Yogyakarta, Graha Ilmu, 2015.
- Riyadi, Selamet; *Banking Assets and Liablity Management*, Edisi Ketiga, Jakarta, Lembaga Penerbit FEUI, 2006.
- Sinaga, Benni, *Kitab Suci Pemain Saham*, jakarta, Dua Jari Terangkat, 2010.
- Situmorang, Jonnar, dkk., *Aktor Penentu Harga Saham Pertambanagn Sub Sektor Batu Bara Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)”, Fakultas Ekonomi Universitas 17 Agustus 1945, Samarinda, 2015.*
- Sri Zuliarni, “Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Mining And Mining Service Di Bursa Efek Indonesia (BEI)”meneliti pengaruh kinerja keuangan [Return On Assets (ROA), Price Earning Ratio (PER) dan Dividend Payout Ratio (DPR)] terhadap harga saham, Program Studi Administrasi Bisnis, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Riau, 2012.
- Sugiyono, *Metodologi Penelitian Bisnis*, Jakarta, PT Gramedia, 2007.
- Utami, Anggi Sri, “Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Harga Saham pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar pada LQ45 Periode 2002–2007”, 2015
- Van Horne, James C., *Financial Management and Policy*, Tenth Edition, Prentice Hall International Editions, 1995.
- Yulianti Hamid, dkk, “Pengaruh Price To Earning Ratio (PER) dan Debt To Equity Ratio (DER) Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan PT Aneka Tambang (Persero) Tbk. Periode Penelitian 1999-2012”, Program Studi Sarjana Manajemen Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi & Bisnis, Universitas Negeri Gorontalo, 2014.

www.ipotindonesia.co.id

www.idx.co.id